

牛市持久有赖理性投资

本报记者 郭文鹃

毫无疑问，2015年1月19日A股的单日行情定会被载入中国资本市场成长历史。第一个可做空的市场遭遇政策“黑天鹅”，证监会对两融违规事件的集中处罚震慑市场。当日，沪深两市跳空低开，沪指下跌7.7%，刷新自2008年6月11日以来最大单日跌幅，前期热炒的券商、保险、银行个股几乎全线跌停，股指期货暴跌368.4点，出现自上市以来首个跌停。

温故

从无心到无脸

张忱

这两天听了个段子，余音绕梁，三日不绝：上周我们还是大盘坚定的拥护者，但是“黑天鹅”事件后，我们坚决不要脸了，做卖方的就不能要脸。脸面重要还是投资收益重要？……你永远不可能是真理但请向真理靠近。据说这来自某篇研报，但笔者权当段子看了。

上周还是坚定的多头，周五晚上一阵狂风刮过，就马上坚决翻空，这脸面确实没处搁。虽说真金白银砸下来，脸面的重要性倒也不是不能商榷；但是，坚定的逻辑是什么，能否挺过这个周末？靠近的又是哪门子真理呢？

真理一般都是很简单，很淳朴的。比如说，夏天把皮袄买进来，天冷了再卖出去，就能赚钱。就像老子说的，“圣人常无心……歛歛焉，为天下浑其心”——理想中的人，能收敛自己的成见和欲望，不受情绪变化的干扰，总能把心思归于淳朴。“无心”一定是一个长期的事儿，以“无心”的方式定下的买卖策略，绝非一阵狂风能刮走的；夏天也不会再在周末之后就转成寒冬。

比较极端的例子是在日本核电站泄漏之后，巴菲特说，我对日本的想法和一周前没有任何不同，听来直让人咬碎钢牙：这才是泰山崩于前而不变色。

当然了，这是理想，能否实现不好说，但就像段子里说的，请向它靠近。

世上没有天天获胜的策略，甚至没有年年获胜的策略，无论市场成熟不成熟，都是如此。即使在天然价低的时候买进皮袄，经历些精神挫折也是常有的。如果盛夏过于漫长，或者冬天过于温暖，皮袄的价钱很可能一直没有起色，甚至一路走低。

但冬天总会来的，只会迟到，不会消失。

市场先生的情绪也和天气一样，没有定数，它沮丧得超出常情，投资收益难免受损失；可这不能作为市场反转的判断标准，不管要不要脸，都是一样。“黑天鹅”永远都不是凭空而来的灾难，导致“黑天鹅”的“脆弱性”早就在不断累积、放大，直至最后的爆发。所以，问题的关键不是要不要改变，而是改变的逻辑是不是周全。

当然了，也有人在确定思痛之后，收敛自己的成见和欲望，排除市场先生情绪变化的干扰，开始做皮袄生意——加了杠杆，在夏冬之间，把买卖来回做了1000次；999次成功了，在网上秀自己的神技，1次爆仓了，发朋友圈怨“黑天鹅”又来。这不是靠近真理，这是有钱任性。

本刊执行主编 刘溟
编辑 常艳军 谢慧
联系邮箱 jrbim@live.cn

扼杀“疯牛”

2014年下半年以来，A股走出的新一波牛市行情带有明显“杠杆”特征。

截止到证监会消息发布前一交易日，沪深两市融资余额为1.1万亿元，占A股整体流通市值的比例为3.4%，当日融资买入额为948亿元，占A股整体成交金额比例为18.4%。

就在前几周，西南证券研究中心业务总监许维鸿曾到福建等地调研融资融券业务状况。尽管之前他对业务火爆有所预期，但投资者对杠杆投资的热情程度还是让他吓了一跳，一些不符合条件，无法参与券商融资的投资者正在通过民间资本加杠杆。相比证券公司融资服务，这些民间配资的杠杆能达到5倍，收费在2分息以上，风险惊人。值得一提的是，这还只是杠杆风险的冰山一角。

初步测算，包括融资融券、股权质押、股票收益互换、银行伞形计划、民间融资和P2P在内的各路来源，A股的杠杆交易资金预计已超过2万亿元。

杠杆催生的牛市有一套独立逻辑。资金成本高，偏好快进快出，扎堆追涨。在上一波券商疯狂上涨行情中，很多投资者虽然意识到风险，但依然被不断新增的资金裹挟，进入“囚徒困境”的死循环，谋求交易盈利。从2014年7月1日至上周末，申万二级行业分类的券商板块整体上涨了185.6%。

从借款炒房到借款炒股，资本市场的发展一度偏离了监管层的设计。

瞄准潜在的系统性风险，证监会19号开出了针对性“罚单”。尽管处罚直接影响的是券商融资融券中不规范操作，范围较小，但客观上也对通过民间配资进入市场的违规资金起到震慑作用。

事后，首当其冲的中信证券率先自行下调证券行业评级至“中性”。“这是监管层首次明确对杠杆交易的压制态度。而且从政策一致性考虑，我们预计规范政策很可能会扩散至银行等其他杠杆交易资金。”有关专家表示。

因为同属于交易制度变化带来的冲击，市场把当天行情和2007年5月30日印花税出台做类比，并预计“1·19”行情之后，市场或将诞生新的投资逻辑。

会计师读年报

在专业的项目投资分析中有很多的指标和专业术语，比如，净现值分析法、期望收益率分析法、平均会计报酬率分析法、内部报酬率分析法等等。看起来都挺“高深莫测”，那是不是不懂这些专业的财务方法就不能做项目投资了呢？答案当然是否定的。君不见那些从未学过财务知识的老板们照样做投资，照样赚钱吗？他们用的方法就是投资回收期法。

所谓投资回收期法，就是看投资一个项目要多长时间才能把本金收回来。投资回收期法还有一个2.0升级版，就是要考虑到货币的时间价值。一个项目3年前投资了100万元，3年后收回100万元，那肯定不叫回本，还得再算上3年的利息才叫回本。考虑了货币的时间价值后，项目的回本时间点就能算得更加精确。

价值投资重新被奉为准则？

“我们很早前就已经对券商板块持不乐观态度……抛去周末突发政策利空外，单纯看上涨性质、图形、形态、量价关系、估值，请问哪一点能支持券商股继续再涨个一倍两倍的？”

19日，卿云基金经理杨振宇在当天工作小结中如此写道。对于近期部分股票偏离价值的“疯涨”，回调倒也在他的预期之中，只是有些突然。

回顾本轮牛市的起点，监管层希望挖掘资本市场的融资和价值发现功能。一方面，央行释放货币政策的宽松预期，尤其去年年底的降息，带来了蓝筹股的价值修复；另一方面，“一带一路”、国企改革、财税体系改革、资本市场改

那么，问题来了

如果说市场真的有如此顶层设计，希望形成价值投资风气。那么，问题来了，对于散户来说，这个时点应该买啥？

近期东方证券策略团队公布了其选股的“独门秘籍”。板块方面，通过量化分析，跟踪各行业历史的市净率（PB）及市盈率（PE），由此判断目前板块估值是否合理。个股方面，寻找业绩好、估值低的标的，看到市盈率在15倍以下，业绩增速在15%以上的公司即可考虑买入。同花顺数据显示，满足上述条件的个股主要集中在地产、公用事业、家用电器、建筑材料、汽车等传统板块。

不过也有不少市场人士对过于量化的选股策略提出异议，认为其可能会忽视部分具有高科技、新兴经济特性的成长型企业。

革，都带来了经济转型升级和基本面改善的预期。

怕市场太火以至于忘了初衷，在刚刚结束的2015年全国证券期货监管工作会议上，证监会主席肖钢重申了资本市场改革思路，表示监管层下一步将加快推进注册制改革，同时也给市场浇了盆“冷水”，融资融券风险和股票股价过高的风险突出。

“在改革进程中，‘1·19’行情引发的短期剧烈调整并不是一个坏事。它向投资者传达了一个坚定的信号，中国经济发展需要的是一个健康的价值投资市场。”许维鸿说。

像许维鸿一样看好A股发展前景的

博时产业新动力基金经理蔡滨就公开表示，自己更看好改革升级受益行业，尤其推荐像国防军工、智能化装备、新能源、节能环保等引领经济发展方向的新兴产业。尽管目前这类企业市盈率和业绩指标并不突出，但技术创新将赋予企业更高的附加值以及成长空间。

此外，经过一波牛市之后，A+H股中许多A股相对H股溢价，近期不少资金开始布局H股。记者注意到，1月以来的11个交易日中，有8个交易日港股净流入额高于A股。1月19日当天，沪股通净流出，而港股通净流入接近7亿元。沪港通开通以来，“南冷北热”局面有望改写。

对此，某券商人士认为，价值投资

机构投资者很多。

《经济日报》记者注意到，近期寻找“好行业、好公司、好价格”的价值投资理念在投资圈重新获得追捧。不少基金经理公开表示，公司会坚持价值投资风格，根据行业和公司发展的趋势来做投资，不受短期震荡影响。

在杨振宇看来，其实机构的价值投资和散户还是有很大区别，期指、融券和即将推出的股票期权等做空手段都可以帮助机构获取公司增值外的超额收益。在日常交易中，他会根据基本面研究来选择长期持有股票，再通过股指期货等做空工具来熨平持仓过程中股票价格波动造成的风险。

的策略可以很多，但对于一个价值投资者来说，很多需要理性思考的问题已经绕不过去。

如果，去年中信证券股价卖10元的时候你认为很有价值，那么最高涨到36的时候怎么看？此次，两融业务受限对公司业绩有多大影响？跌到27元了应该抄底吗？港股价格更低，是不是更划算呢？在他看来，做真正的价值投资者并不容易，得有整套逻辑判断，经得住折腾，也耐得住寂寞。

不过值得欣慰的是，看估值、聊前景在业内正在成为一种“新常态”。“目前，公务、私人聚会中，预防冷场有妙招，只要抛出‘4倍PB的中信证券贵不贵’的问题，保管人声鼎沸。”上述券商人士说。

喜“旧”厌“新”要不得

彭江

因为当一个项目投资后，前期往往没有多少现金流，在好不容易形成固定的现金流并收回本金后，投资决策者们就只管等着盈利赚钱了。项目经营的时间越长，那赚的钱也就越多。这个时候，投资决策者们对新的项目投资就不大感兴趣了。尤其是当新的项目一旦上马，会对原来旧的项目产生冲击的时候，投资决策者们就有可能采取扼杀新技术、新项目的措施，确保原有项目不受冲击，这在一些垄断行业中体现得尤为明显。一些处于垄断地位的公司，甚至会打压市场中新技术的研发。他们

通过并购拥有新技术的公司，购买新技术的专利使用权，然后将新技术雪藏，确保原有项目不受技术革新影响，继续赚钱。

当然，在一个充分竞争的市场上，这样做只会搬起石头砸自己的脚。在激烈的市场竞争中，只有不断结合市场发展趋势和需求开发新技术、推出新产品才能在市场中立足，才能占有更多份额。一个充分竞争的市场经济对于技术进步非常重要，企业也应充分开发新项目、研发新技术，果断放弃过时的项目，跟上时代发展的步伐。

会计师读年报